



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2016/102

Junio 2016

**LA REFORMA DE LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN POR LA LEY
5/2015. CONSECUENCIAS DEL ESCÁNDALO GOWEX**

Alberto J. Tapia

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: alberto.tapia.hermida@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2016 Por el autor

LA REFORMA DE LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN POR LA LEY 5/2015. CONSECUENCIAS DEL ESCÁNDALO GOWEX¹

Alberto Javier Tapia Hermida
Catedrático (Acr.) de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

Resumen: Este estudio examina la reforma de la regulación de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) por la Ley 5/2015 que estuvo, en parte, provocada por el escándalo de Gowex. Para ello, comienza exponiendo las características generales de los mercados alternativos de valores y su regulación en el Derecho comunitario y en el Derecho español, con especial referencia a la regulación especial de los principales SMN que operan en España, que son el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) dentro de Bolsas y Mercados Españoles (BME). A continuación, el estudio analiza el escándalo de Gowex de julio de 2014 -que puede definirse como la falsificación contable de un modelo de negocio fantasioso- y las enseñanzas que deben extraerse. Seguidamente, trata de la reforma de la regulación de los SMN por la ley 5/2015 y su reflejo en el TRLMV para alcanzar los objetivos de facilitar el tránsito desde la negociación en los SMN a los MSO y de garantizar la conducta adecuada de los sujetos que operan en ellos. El estudio se cierra con unas conclusiones deducidas del análisis efectuado.

Palabras clave: Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), Escándalo Gowex, Mercado Alternativo Bursátil (MAB), Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Abstract: This study examines the reform of the regulation of Multilateral Trading Facilities (MTF) by Act 5/2015 which was partly caused by the scandal Gowex. To do this, it begins by describing the general characteristics of alternative markets and their regulation in

¹ Versión en español de la Ponencia "The reform of the multilateral trading facilities by Act 5/2015. Special reference to the permeability with official secondary markets", presentada al XIII Congreso Harvard-Complutense sobre "La crisis financiera: Una perspectiva trasatlántica"/ "Financial Crisis: A transatlantic perspective, XIII Congress Harvard-Complutense" 21th, 22th and 23th September 2015. Harvard Law School.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación Poder económico y poder empresarial (La revisión de la estructura y la regulación del sistema español de gobierno corporativo), DER2015-67317-P.

European law and Spanish law, with particular reference to the special regulation of the main SMN operating in Spain, which are Mercado Alternativo Bursátil (MAB) and Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) in Bolsas y Mercados Españoles (BME). Then, the study analyzes the Gowex scandal of July 2014 -that can be summarized as a false accounting of a fantasy business model- and the lessons to be learned. Then, the study deals with the reform of the SMN regulation by Act 5/2015 and its reflection in the TRLMV to achieve the objectives of facilitating the transition from trading on MTFs to the Main Markets and to ensure the proper behavior of subjects that are operating in them. The study concludes with a conclusions deduced from the analysis performed.

Keywords: Multilateral Trading Facilities (MTF), Gowex scandal, Mercado Alternativo Bursátil (MAB), Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) in Bolsas y Mercados Españoles (BME).

SUMARIO:

I. LOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE VALORES: CARÁCTERÍSTICAS GENERALES.....	6
II. LA REGULACIÓN DE LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN..	8
A. En el Derecho comunitario.	8
1. Noción y régimen.	8
2. Transparencia de la estructura y funcionamiento de los SMN.....	9
B. En el Derecho español.	10
1. Origen de la regulación de los SMN en la Ley del Mercado de Valores.	10
2. Noción.	11
3. Creación.	11
4. El Reglamento de funcionamiento.	13
4.1. Aspectos generales.	13
4.2. Contenido mínimo.....	13
5. Estructura.	14
5.1. Estructura subjetiva.	14
5.2. Estructura objetiva.....	15
6. Funcionamiento.	15
6.1. Negociación.	15
6.2. Registro, compensación y liquidación de operaciones.	16
7. Transparencia.....	16
7.1. Transparencia general.....	16
7.2. Transparencia anterior a la negociación.	17
7.3. Transparencia posterior a la negociación.	18
8. Supervisión.....	18
9. Regulación especial de los principales SMN que operan en España: el MAB y el MARF.	19

III. EL CASO GOWEX: ENSEÑANZAS QUE DEBEN EXTRAERSE.....	21
A. Auge y declive de Let´s Gowex.	21
1. El auge (y la gloria) de Let´s Gowex: Crónica de una ensoñación.	21
2. El declive (y la miseria) de Let´s Gowex: Crónica de una pesadilla.	22
B. Razones del escándalo: Una vez, más, el “cuento de la lechera” tecnológica.	24
C. Consecuencias del escándalo: la paradoja de regular más los SMN.	25
IV. LA REFORMA DE LA REGULACIÓN DE LOS SMN POR LA LEY 5/2015 Y SU REFLEJO EN EL TRLMV.....	26
A. Objetivos generales.	26
B. Reformas de la LMV para alcanzar el primer objetivo de facilitar el tránsito desde la negociación en los SMN a los MSO.....	27
1. La moratoria en la exigencia de algunas obligaciones de información a los emisores cuyas acciones pasen de negociarse en un SMN a un MSO.	27
2. La obligación de solicitar la admisión a negociación de sus acciones en un MSO por parte de los emisores cuyas acciones se negocien en un SMN cuando alcancen ciertas dimensiones.	29
C. Reformas de la LMV para alcanzar el segundo objetivo de garantizar la conducta adecuada de los sujetos que operan en los SMN.	30
1. La ampliación del contenido mínimo informativo del reglamento de funcionamiento del SMN.....	31
2. Los nuevos deberes que se imponen a los sujetos que participan en los SMN.	31
2.1. Nuevos deberes de los emisores de valores negociados en los SMN.	31
2.2. Nuevos deberes de los demás participantes en los SMN.	32
2.3. Nuevos deberes de las entidades rectoras de los SMN.....	32
3. Las nuevas infracciones por el incumplimiento de los nuevos deberes que se imponen a los sujetos que participan en los SMN.....	34
V. CONCLUSIONES.....	36

I. LOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE VALORES: CARÁCTERÍSTICAS GENERALES.

Conviene dar comienzo a esta Ponencia recordando que, en la práctica internacional, la negociación de instrumentos financieros en general y de valores negociables en particular se desarrolla en los mercados secundarios que suelen estructurarse en dos segmentos: el segmento de los primeros mercados o mercados “senior”, donde cotizan las sociedades más importantes en términos de capitalización, que desarrollan actividades empresariales consolidadas; y los segundos mercados o mercados “junior” en los que cotizan las acciones de empresas más jóvenes y menores en términos de capitalización bursátil, que suelen dedicarse a actividades empresariales de sectores innovadores.

Estos segundos mercados también merecen el calificativo de mercados alternativos porque se presentan como mecanismos de financiación de este tipo de empresas con cargo al mercado de capitales que resultan alternativos por partida doble: en general, frente a la financiación bancaria que resulta predominante en el ámbito europeo y, en particular, en nuestro mercado financiero. Y, en especial, frente a la financiación en los primeros mercados, que resulta inalcanzable o inconveniente para este tipo de empresas.

Las características generales de estos segundos mercados, mercados alternativos o mercados “junior” son las siguientes:

- a) En ellos cotizan empresas de creación reciente (de ahí el calificativo de mercados “junior”), que operan en sectores innovadores (informática, internet, biotecnología, etc.) y que necesitan encontrar en el mercado de capitales fuentes de financiación alternativa o complementaria a la bancaria, a la que tienen dificultades de acceso por su misma juventud, la falta de antecedentes de calificación crediticia y el grado de riesgo de sus actividad. Ello explica las restantes características de estos mercados.

- b) Están sometidos a una regulación más liviana que la de los primeros mercados, en particular, en lo que afecta a los menores deberes de transparencia de las empresas emisoras de los valores que se negocian en ellos que, por consiguiente, tienen un menor coste jurídico de cotización.
- c) La propia juventud de las empresas cotizadas y su ámbito de actividad en sectores innovadores hace que los inversores que acuden a estos mercados tengan mayores expectativas de beneficio a plazos más cortos. Y, como siempre sucede en estos casos, esta mayor rentabilidad potencial se compensa con un menor grado de liquidez de los valores que pueden adquirir y un mayor nivel de riesgo de pérdida parcial o total de su inversión, los que lleva a restringir, en algunos casos, el acceso a estos mercados para los inversores profesionales o institucionales. Con cierta frecuencia, estos riesgos han devenido en siniestros o escándalos bursátiles, tal y como expondremos al analizar el caso de Gowex en el epígrafe III de este Estudio.

En nuestro Ordenamiento, los primeros mercados se identifican con los mercados regulados que son aquellos sistemas multilaterales – autorizados y de funcionamiento regular- que permiten reunir los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a los correspondientes contratos (art.43.1 TRLMV²). Estos mercados regulados españoles se denominan “mercados secundarios oficiales de valores”, están regulados en el Título IV del TRLMV (arts.43 y ss.) y son las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones (que operen sobre subyacentes financieros o no financieros), el Mercado de Renta Fija AIAF y cualesquiera otros de ámbito estatal o autonómico que se autoricen

² Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

como tales (art.43.2 TRLMV)³. Los segundos mercados se identifican como sistemas multilaterales de negociación (SMN) y están regulados en el Capítulo I (arts.317 a 329) del Título X del TRLMV⁴.

La estructura de estos SMN se corresponde, en términos generales, con los mercados junior análogos que existen en el Derecho comparado, tanto con el “Alternative Investment Market” de Londres⁵ como con los “Alternative Trading Systems” en los EEUU⁶.

II. LA REGULACIÓN DE LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN.

A. EN EL DERECHO COMUNITARIO.

1. Noción y régimen.

La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MIFID II) mantuvo la definición de SMN de la Directiva 2014/39/CE (MIFID I) como *“sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad el título II de la presente Directiva”* (art.4.22); que regula las *“condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión”* (art.5 y ss.).

³ Ver nuestro “Manual de Derecho del Mercado Financiero”, Primera Edición, Ed. Iustel, Madrid 2015, pág.497 y ss.

⁴ Ver nuestro “Manual de Derecho del Mercado Financiero” cit., pág.517 y ss.

⁵ Se trata de un segundo mercado creado el 19 de junio de 1995 por el London Stock Exchange Group en el que se negocian más de 3.000 empresas medianas y pequeñas y que ofrece ventajas fiscales para los inversores y menores cargas regulatorias que el primer mercado para las empresas que acuden el mismo.

⁶ Se trata de plataformas de negociación definidas en la Regla 300 (a) de la Regulación de la SEC sobre los ATS que operan como brokers-dealers antes que como mercados secundarios.

Es interesante constatar que los SMN se ubican, dentro de los sistemas de negociación de instrumentos financieros, en un espacio fronterizo entre los “mercados regulados” por arriba y los sistemas organizados de contratación (SOC), por abajo.

2. Transparencia de la estructura y funcionamiento de los SMN.

Resulta esencial que, en el ámbito de la UE, exista una información completa de qué SMN existen en los diferentes Estados miembros y cuáles son las características básicas de su estructura y de su funcionamiento. El método para lograr este objetivo consiste en que los organismos rectores de dichos SMN remitan la información normalizada a las autoridades supervisoras competentes y a la AEVM -quien publicará la lista correspondiente⁷- y ello conforme al Reglamento de Ejecución (UE) 2016/824 de la Comisión, de 25 de mayo de 2016⁸ y ello porque – tal y como establece su primer considerando, *“es importante reconocer que las autoridades competentes deben recibir información completa sobre la finalidad, estructura y organización de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los sistemas organizados de contratación (SOC) que estarán obligadas a supervisar a fin de garantizar que los mercados financieros funcionen de manera eficiente y ordenada”*.

La información que los organismos rectores de los SMN deben facilitar a las autoridades supervisoras abarca los siguientes aspectos de su estructura y de su funcionamiento:

⁷ El considerando (7) del Reglamento dice: *“De cara a facilitar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) la publicación de la lista de todos los SMN y SOC de la Unión, junto con información sobre los servicios que prestan y el código único que los identifica, debe utilizarse una plantilla normalizada para tal información”*.

⁸ Reglamento de Ejecución (UE) 2016/824 de la Comisión, de 25 de mayo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al contenido y el formato de la descripción del funcionamiento de los sistemas multilaterales de negociación, los sistemas organizados de contratación y la notificación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros (DOUE 26.5.2016, L 137/10 y ss.).

- a) Aspectos generales, tales como las categorías de activos de los instrumentos financieros negociados; las normas y procedimientos seguidos con el fin de que los instrumentos financieros estén disponibles para negociación, así como los detalles de las modalidades de publicación utilizadas para poner esa información a disposición del público; las normas y procedimientos seguidos con el fin de garantizar el acceso objetivo y no discriminatorio a los sistemas de negociación, así como los detalles de las modalidades de publicación utilizadas para poner esa información a disposición del público; etc. (art.2.1).
- b) Aspectos específicos tales como una descripción detallada del funcionamiento de su sistema de negociación (art.2.2); información sobre cómo y en qué casos la gestión del SMN o el SOC podrá generar un conflicto entre los intereses del SMN, su organismo rector o sus propietarios y el buen funcionamiento del SMN (art.2.3), sus acuerdos de externalización, por lo que atañe a la gestión, la explotación o la supervisión del SMN (art.2.4) e información sobre todo vínculo o participación de un mercado regulado, un SMN, un SOC o un internalizador sistemático que pertenezcan al mismo organismo rector pertinente (art.2.5).

Además, hay que tener en cuenta los casos especiales de la información que debe facilitarse sobre los SMN ya en funcionamiento (art.4) y la información adicional sobre los SMN de cara a su registro como mercado de pyme en expansión (art.5); así como la información en caso de modificaciones significativas de la ya suministrada (art.9).

B. EN EL DERECHO ESPAÑOL.

1. Origen de la regulación de los SMN en la Ley del Mercado de Valores.

Los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) están regulados en el Capítulo I (arts.317 a 329) del Título X del TRLMV.

Téngase en cuenta que la regulación inicial de estos SMN en el Capítulo I del Título XI (arts.118 a 126) de la LMV fue incorporada por el apartado 73 del artículo único de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre y que la razón regulatoria fue la transposición de la Directiva 2004/39/CE que supuso -conforme a su propio Preámbulo (I)- *“una importante modificación del actual texto”* de la LMV y la razón económica última fue *“el fomento de la competencia entre las diferentes formas de ejecución de las operaciones con instrumentos financieros, de modo que dicha competencia, que hasta ahora tenía carácter de incipiente, contribuya a completar el mercado único de servicios de inversión, abaratándolos para los clientes finales”*.

2. Noción.

Los SMN se definen legalmente como *“todo sistema, operado por una entidad rectora que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto”* en el TRLMV (art.317); pudiendo ser entidades rectoras de estos SMN una empresa autorizada a prestar el servicio de inversión consistente en la gestión de SMN (art.140.h), una sociedad rectora de un mercado secundario oficial (art.45.1.a) o una entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por ciento por una o varias sociedades rectoras (art.319).

3. Creación.

La creación de SMN será libre, con sujeción al régimen de verificación previa y supervisión por la CNMV. Atendiendo al alcance de esta verificación, podemos diferenciar tres hipótesis:

a) Los SMN creados por una empresa de servicios de inversión.

En este caso, la CNMV verificará que la ESI tiene la correspondiente autorización de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 149 y que, consiguientemente, cumple con lo dispuesto en el artículo 152. En este sentido, la gestión de SMN es uno de los servicios de inversión (art.140.h) que pueden desarrollar determinadas clases de ESIs, como son las SV y las AV (art.143.2 y 3).

- b) Los SMN creados por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial.

La CNMV verificará que la sociedad rectora del mercado secundario oficial reúne los requisitos previstos por el art.149.4. A estos efectos, téngase en cuenta que el apartado 4 del art.149 del TRLMV establece que, para la prestación del servicio de gestión de un SMN, además de las ESIs, también podrán ser autorizadas las sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales.

- c) Los SMN creados por una entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras.

La CNMV verificará que la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras tenga como objeto social exclusivo la gestión del sistema, este participada al 100% por una o varias sociedades rectoras, y reúna los requisitos previstos por el art.149.4 del TRLMV y siempre que cumplan, en los términos y con las adaptaciones que se establezcan reglamentariamente, los requisitos de las empresas de servicios de inversión para obtener la autorización establecida en el presente capítulo, con excepción de la obligación de adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones. A estos efectos, téngase en cuenta que el apartado 4 del art.149 del TRLMV establece que, para la prestación del servicio de gestión de un SMN, además de las ESIs, también podrán ser autorizadas entidades constituidas al efecto por una o varias sociedades rectoras.

4. El Reglamento de funcionamiento.

4.1. Aspectos generales.

La regulación de un SMN estará sometida al régimen legal y reglamentario y, además, a un Reglamento de funcionamiento que deberá someterse a la aprobación de la CNMV con ocasión de la solicitud de autorización, registrarse en la misma y someterse a la publicidad reglamentariamente prevista y cuyo contenido deberá establecer criterios transparentes, objetivos y no discriminatorios sobre las materias mínimas legalmente previstas (art.320.1 y 2 TRLMV).

4.2. Contenido mínimo.

En particular, este Reglamento deberá regular las siguientes materias (art.320 TRLMV):

- a) Aspectos generales: incluyendo los instrumentos financieros que podrán negociarse, la información pública que deberá estar disponible respecto a los valores admitidos a negociación, para que los inversores puedan fundamentar sus decisiones, los tipos de miembros y el régimen de garantías.
- b) Negociación: incluyendo el acceso a la condición de miembro, las modalidades de transacciones, los supuestos de interrupción, suspensión y exclusión de negociación de los valores negociados, el contenido y reglas de difusión de información previa a la efectiva negociación de transacciones y sobre las transacciones efectivamente negociadas.
- c) Registro, compensación y liquidación de transacciones: incluyendo la existencia, en su caso, de entidades de contrapartida central u otros mecanismos de novación de las transacciones y los métodos previstos o admisibles para la liquidación y, en su caso, compensación de las transacciones.

d) Supervisión y disciplina de mercado: incluyendo los métodos de supervisión y control por la entidad rectora de la efectiva observancia del Reglamento del Mercado, así como de los preceptos de la LMV demás normas que resulten aplicables, especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado; el régimen disciplinario que la entidad rectora aplicará a aquéllos de sus miembros que infrinjan el Reglamento del Mercado; y el procedimiento que la entidad rectora utilizará para poner en conocimiento de la CNMV aquellas incidencias o conductas de sus miembros que puedan constituir infracción de esta Ley o sus normas de desarrollo o incumplimiento de las reglas contenidas en el Reglamento del sistema multilateral de negociación.

5. Estructura.

5.1. Estructura subjetiva.

La estructura subjetiva de estos SMN está integrada por su entidad rectora y sus miembros. La entidad rectora será responsable de su organización y funcionamiento internos y titular de los medios necesarios para gestionar el mercado (art.319.1 TRLMV).

Podrán ser miembros de un SMN las entidades que lo puedan ser de un mercado secundario oficial (art.69.2) y su Reglamento de funcionamiento deberá establecer los tipos de miembros y el acceso de tal condición (art.320.2.i.c y ii.a).

A tal efecto, las entidades rectoras de un SMN español podrán establecer mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o miembros establecidos en el territorio de otros Estados miembros, comunicándolo a la CNMV que, a su vez, lo comunicará al Estado miembro en el que se prevean establecer tales mecanismos en el plazo de un mes desde su recepción. De forma recíproca, las entidades rectoras de un SMN de otros Estados miembros de la UE podrán establecer en territorio español

mecanismos para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o miembros establecidos en territorio español, con comunicación a la CNMV (art.329).

5.2. Estructura objetiva.

La estructura objetiva de los SMN estará integrada por los instrumentos financieros que puedan negociarse en los mismos, establecidos en su Reglamento de funcionamiento (art.320.2.i.a). En concreto, los requisitos de transparencia previa y posterior a la negociación hacen referencia a las acciones admitidas a negociación en los SMN y en los mercados regulados. (arts.326 y 327).

6. Funcionamiento.

6.1. Negociación.

El Reglamento de funcionamiento debe contemplar los aspectos de negociación en el SMN y, en concreto, las modalidades de transacciones y los supuestos de interrupción, suspensión y exclusión de negociación de los valores negociados (art.320.2.ii.c). En general, la negociación en los SMN está sujeta a las normas sobre abuso de mercado establecidas en el Capítulo II del Título VII del TRLMV. En particular, el proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN se atenderá a reglas diferentes según se trate de dos tipos de operaciones: las operaciones realizadas entre los miembros del SMN o entre el propio SMN y sus miembros con respecto al uso del sistema multilateral, en las que no serán aplicables los artículos 209 a 218 y 221 a 224 del TRLMV; y las operaciones entre los miembros y sus clientes, cuando al actuar por cuenta de ellos ejecuten sus órdenes mediante los SMN , en las que los primeros se atenderán a las obligaciones establecidas en los preceptos indicados (art.322 TRLMV).

6.2. Registro, compensación y liquidación de operaciones.

El Reglamento de funcionamiento debe contemplar los aspectos de registro, compensación y liquidación de operaciones y, en particular, la existencia, en su caso, de entidades de contrapartida central u otros mecanismos de novación de las transacciones y los métodos previstos o admisibles para la liquidación y, en su caso, compensación de las operaciones (art.320.2.iii). En general, las entidades rectoras de un SMN deberán tomar las medidas necesarias para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones realizadas en el mismo, debiendo informar claramente a los usuarios de las responsabilidades que la entidad asume en la liquidación de operaciones ejecutadas. En particular, las entidades rectoras de los SMN suscribirán acuerdos con, al menos, un depositario central de valores y, en su caso, con una o varias entidades de contrapartida central, con objeto de atender la liquidación de las operaciones sobre valores negociables ejecutadas en dichos SMN. Todo ello sin perjuicio del derecho de los emisores a disponer que sus valores sean registrados en cualquier depositario central de valores de conformidad con el artículo 49 del Reglamento (UE) nº 909/2014 (art.328).

7. Transparencia.

7.1. Transparencia general.

Estos SMN deberán cumplir los requisitos de transparencia legales y reglamentarios siguientes: En general, las entidades rectoras deberán proporcionar, o en su caso, asegurarse de que existe información públicamente disponible que permita que los usuarios puedan formarse una opinión sobre los instrumentos negociados, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios como los tipos de instrumentos negociados. En relación con lo anterior, hay que recordar que, cuando un valor negociable admitido a negociación en un mercado regulado se negocie también en un SMN sin consentimiento de su emisor, éste no

estará sujeto a ninguna obligación de información financiera inicial, continua o "ad hoc" en relación con ese SMN (art.323).

Estos deberes de transparencia están sujetos a los siguientes denominadores comunes: Las disposiciones sobre transparencia deberán aplicarse de acuerdo con lo establecido en el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva. Las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y respecto a operaciones realizadas en su ámbito territorial podrán establecer cualquier otro deber de información (art.325).

7.2. Transparencia anterior a la negociación.

Antes de la negociación, los SMN -conforme a lo previsto en su Reglamento de funcionamiento (art.320.2.ii.d)- estarán obligados a difundir información previa a la negociación efectiva.

En concreto, los SMN harán pública la siguiente información previa a la negociación con respecto a las acciones admitidas a negociación en ellos que a su vez se negocien en mercados regulados: Los precios corrientes de compra y venta existentes en cada momento; y la profundidad de las posiciones de negociación a esos precios que se difundan a través de sus sistemas. Esta información deberá ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación.

La CNMV podrá eximir a los SMN de publicar la información mencionada, atendiendo al modelo de SMN o al tipo y volumen de las órdenes; y, en particular, podrá no imponer aquella obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar de mercado para esas acciones o para ese tipo de acciones (art.326).

7.3. Transparencia posterior a la negociación.

Después de la negociación, los SMN -conforme a lo previsto en su Reglamento de funcionamiento (art.320.2.ii.e)- estarán obligados a difundir información de carácter público sobre las operaciones efectivamente negociadas.

En concreto, los SMN harán pública la siguiente información, con respecto a las acciones admitidas a negociación en ellos que a su vez se negocien en mercados regulados, sobre las operaciones ya concluidas: el precio, el volumen y la hora de ejecución. Dicha información deberá ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y, en la medida de lo posible, en tiempo real.

La CNMV podrá autorizar a los SMN a aplazar la publicación de los datos de las operaciones realizadas en función de su tipo o volumen; y, en particular, podrá autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar para esas acciones o para ese tipo de acciones. Los SMN deberán, en estos casos, obtener de la CNMV la aprobación previa de los métodos propuestos de información aplazada, y deberán revelar dichos métodos de manera clara a los miembros del sistema y al público inversor (art.327).

8. Supervisión.

El Reglamento de funcionamiento debe contemplar los aspectos de supervisión y disciplina de mercado, en particular, los métodos de supervisión y control por la entidad rectora de la efectiva observancia del Reglamento del Mercado, de la LMV y demás normativa aplicables especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado; el régimen disciplinario que la entidad rectora aplicará a aquéllos de sus miembros que infrinjan el Reglamento del Mercado, con independencia de las sanciones administrativas que resulten aplicables conforme a la LMV; el procedimiento que la entidad rectora utilizará para poner en

conocimiento de la CNMV aquellas incidencias o conductas de sus miembros que puedan constituir infracción de la LMV o de sus normas de desarrollo o incumplimiento de las reglas contenidas en el Reglamento del SMN (art.320.2.iv).

En consecuencia con lo anterior, las entidades rectoras establecerán mecanismos y procedimientos eficaces, que correspondan a las necesidades del SMN, para supervisar con regularidad el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios, así como las operaciones realizadas por éstos de acuerdo con sus sistemas, con objeto de detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado. Por ello, las entidades rectoras deberán comunicar a la CNMV todo incumplimiento significativo de sus normas o toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado (art.324).

9. Regulación especial de los principales SMN que operan en España: el MAB y el MARF.

En nuestro mercado de valores, operan como SMN, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), creados en el seno de BME.

El régimen especial del MAB está contenido en su Reglamento que lo define como un SMN *"llamado a acoger la contratación de valores negociables que, por el régimen legal específico a que estén sometidas sus emisoras, por sus dimensiones o por sus especiales características, requieran un régimen singularizado de negociación"*.

Dicho Reglamento se ocupa de las disposiciones generales (objeto y ámbito de aplicación, denominación y régimen jurídico); de sus órganos de gobierno (Consejo de Administración, Comité de Coordinación e Incorporaciones, Comisión de Supervisión, Director Gerente y Comisión de Arbitraje); de sus miembros y entidades participantes, estableciendo

sus requisitos, derechos y obligaciones; de la incorporación, información, suspensión interrupción y exclusión de valores negociables; de la contratación, estableciendo las normas generales, los segmentos de contratación, los acuerdos de liquidez, las clases de operaciones y los medios técnicos para su realización; la difusión de información, previa y posterior a la efectiva negociación de operaciones y general sobre la actividad del Mercado; a la compensación y liquidación de operaciones y registro de valores negociables; a la supervisión de Mercado, con especial referencia a las eventuales situaciones sobrevenidas que afecten a la condición de miembro y entidad participante, a las causas de incumplimiento; a la suspensión de miembros, entidades participantes y operadores y a las medidas disciplinarias y de supervisión; y. por último, a la resolución de controversias mediante el sometimiento a arbitraje.

El MAB tiene varios segmentos de negociación dedicados a los valores que emiten las SOCIMI⁹, las SICAV, las ECR y las IIC de Inversión Libre.

El régimen especial del MARF está contenido en su Reglamento que lo define como un SMN que *"tiene por objeto la financiación empresarial a través de los mercados de capitales, mediante valores negociables de renta fija, que sean emitidos por entidades en las que concurran circunstancias que requieran un cauce singular o diferenciado respecto de los mercados secundarios oficiales y estén destinados a inversores cualificados, según se define en la normativa española de valores"*.

Dicho Reglamento tiene una estructura análoga al del MAB y, en consecuencia se ocupa de las disposiciones generales, de sus órganos de gobierno, etc. Su dato distintivo consiste en que el acceso está

⁹ Ver las entradas de nuestro blog (ajtapia.com, "El Blog de Alberto J. Tapia Hermida") de 15.02.2016 sobre "Auge y regulación de las SOCIMI" y de 25.02.2016 sobre "La inversión colectiva en el mercado inmobiliario: SOCIMIS versus Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria".

restringido a inversores cualificados, tal y como se definen en el art.35.2.a) del TRLMV y en el art.39.1 del RD 1310/2005¹⁰.

III. EL CASO GOWEX: ENSEÑANZAS QUE DEBEN EXTRAERSE.

A. AUGE Y DECLIVE DE LET´S GOWEX.

1. El auge (y la gloria) de Let´ s Gowex: Crónica de una ensoñación.

El relato más sintético, objetivo y seguro de este periodo nos lo facilitan algunos de los hechos relevantes comunicados por la propia Sociedad al mercado, previos al 1 de julio de 2014 que nos dicen (circunscribiéndonos al periodo inmediatamente anterior al desastre)¹¹:

- El 20 de mayo de 2014, Gowex comunica al MAB, conforme a la Circular 9/2010, que ofrecerá conexión wifi gratuita en Chicago, con lo que completa la red previa en Miami, San Francisco o Nueva York.
- El 28 de mayo de 2014, Gowex comunica al MAB, conforme a la Circular 9/2010, que ofrecerá conexión wifi gratuita en Newcastle y Gateshead, con lo que completa la red previa en Edimburgo o Dublín.
- El 18 de junio de 2014, Gowex comunica y pone a disposición del público, como hecho relevante, los estados financieros de Let´s Gowex Individual y de Gowex Wireles SLU Individual, por cuanto los del Let´s Gowex consolidadas del grupo ya habían sido publicadas con anterioridad.
- El mismo día 18 de junio de 2014, Gowex comunica al MAB, conforme a la Circular 9/2010, la firma de un acuerdo estratégico con CISCO.

¹⁰ Ver nuestro “Manual de Derecho del Mercado Financiero” cit., pág.338 y ss.

¹¹ Para todo el relato de la historia de Gowex nos remitimos al libro de Pedro Calvo, periodista de El Confidencial, titulado “GOWEX. La gran estafa. Jenaro García y cómo consiguió engañar a todo el mundo durante tanto tiempo”.

- El 1 de julio de 2014, Gowex comunica al MAB, conforme a la Circular 9/2010, los acuerdos adoptados por la junta general de accionistas de Let's Gowex S.A. celebrada el 27 de junio de 2014 de aprobación de las cuentas anuales individuales y consolidadas con un resultado positivo de 2.346.919 euros, de los cuales 1.346.919 euros destinada a reservas voluntarias y los 1.000.00 euros restantes a dividendos.

2. El declive (y la miseria) de Let ' s Gowex: Crónica de una pesadilla.

El relato más sintético, objetivo y seguro de este periodo nos lo facilitan los hechos relevantes del 1 de julio de 2014 y las fechas posteriores que nos dicen:

- El 1 de julio de 2014, Gotham City Research LLC publica un informe titulado "Let's Gowex: a Pescanovan Charape" en el que concluye que el valor de la acción de Gowex es de 0,00 euros, que el 90% de sus resultados no existen y que su cotización será suspendida, del mismo modo en que lo fue la de las acciones de Pescanova.
- El mismo día 1 de julio de 2014, Gowex publica un hecho relevante titulado: "Respuesta a la información emitida por Gotham City Research LLC" en el que asegura que es rotundamente falsa y que emprenderá acciones legales al respecto.
- El 2 de julio de 2014, Gowex publica un hecho relevante titulado: "Comunicación a mercados" en el que, entre otros extremos, ratifica que sus ingresos en 2013 alcanzaron una cifra de 182,6 millones de euros, que en ningún caso el cliente principal de la compañía es una parte vinculada y que incrementará el número de ciudades aliadas a su proyecto y de empresas socios y clientes.
- El mismo día 2 de julio de 2014, La CNMV publica un comunicado respecto a Let's Gowex en el que da cuenta que, en el ámbito de sus competencias respecto al MAB, está llevando actuaciones

consistentes en solicitar a la SEC de los EEUU y al FCA del RU información sobre Gotham City Research LLC, revisar el seguimiento por el MAB de Let's Gowex y examinar la negociación de Let's Gowex para verificar si se han producido operaciones ilegales o abusos de mercado.

- El 3 de julio de 2014, Gowex publica un hecho relevante titulado: "Suspensión de la cotización y publicación de informe aclaratorio" donde da cuenta de la solicitud de su Consejo de Administración de suspensión de la cotización y la elaboración de un documento aclarando las "acusaciones infundadas contenidas en el informe de Gotham City Research LLC".
- El mismo día 3 de julio de 2014, Gowex publica un hecho relevante donde reitera que está trabajando en un plan de actuaciones y un "informe de respuesta al publicado por Gotham City Research LLC para rebatir sus infundadas acusaciones".
- El 4 de julio de 2014, Gowex publica un hecho relevante titulado: "Designación de auditores para realización de un informe forense de full disclosure" donde da cuenta de la aceptación por su parte de la propuesta de servicios profesionales de Price Waterhouse Coopers "para la realización de un informe de investigación de la información a 31 de diciembre de 2013 contable, financiera, contractual y de gestión" y acaba afirmando que "tiene plena confianza en que las conclusiones del informe confirmarán la falsedad de las acusaciones de Gotham City Research LLC".
- El 6 de julio de 2014, Gowex publica un hecho relevante titulado: "Acuerdos del Consejo de Administración" que supone un giro decisivo en su postura porque en él da cuenta de que, el 5 de julio, a las 16,00 horas, el Consejero delegado y Presidente de su Consejo de Administración Don Jenaro García "ha manifestado ante distintos Consejeros que las cuentas de la Sociedad de, al menos, los últimos cuatro años no reflejan su imagen fiel, atribuyéndose la autoría de

esta falsedad". Por lo que revoca sus poderes, acepta su dimisión y acuerda presentar solicitud de concurso de acreedores.

B. RAZONES DEL ESCÁNDALO: UNA VEZ, MÁS, EL “CUENTO DE LA LECHERA” TECNOLÓGICA.

Para valorar el escándalo de Gowex en su verdadera dimensión, conviene comenzar constatando dos realidades incuestionables:

- a) Los escándalos bursátiles por falsedad en la contabilidad no son singulares de los segundos mercados españoles, sino que se han producido, también, en los mercados junior de los países más desarrollados, como lo prueba por ejemplo el caso de Langbar International en el AIM londinense cuando se descubrió la falta de activos declarados por la emisora.
- b) Los escándalos bursátiles por falsedad en la contabilidad también acaecen en los primeros mercados como lo prueba el caso de Pescanova, en nuestro país.

Sin que lo anterior sirva de consuelo, puesto en relación el ámbito de actividad de Gowex y a la vista de los antecedentes de las crisis bursátiles anteriores de las empresas punto com, hay que preguntarse: ¿La historia se repite? La explicación para que, en este ámbito de las negociación bursátil de las acciones de empresas tecnológicas, constatemos una tendencia patológica de “tropezar repetidamente en la misma piedra” la podemos encontrar en el sesgo cognitivo del respeto reverencial que profesan los profanos hacia las nuevas tecnologías.

Aplicado este sesgo al caso Gowex, vemos cómo el sentido común más elemental debía haber conducido a dudar de la sostenibilidad de un

modelo de negocio basado en un objeto tan magnánimo como instalar una red de wifi libre y gratuito en las principales ciudades del mundo, máxime cuando este modelo de negocio presentaba en sus cuentas unos resultados sorprendentemente favorables frente tanto a las empresas especializadas (Boingo, iPass o Towerstream) como a los grandes gigantes de la distribución (Starbucks o McDonalds) que quisieron rentabilidad este tipo de servicio accesorio. Y esta “singularidad sospechosa” del modelo de negocio sorprendente de Gowex es la que estuvo en el origen del Informe de 10 de julio de 2014 de Gotham City Research LLC que, como acabamos de ver en el epígrafe precedente, precipitó el desastre de Gowex.

C. CONSECUENCIAS DEL ESCÁNDALO: LA PARADOJA DE REGULAR MÁS LOS SMN.

Como todo escándalo bursátil que se precie, el de Gowex generó una reacción de regulación adicional mediante la Ley 5/2015, en los términos que veremos en el epígrafe siguiente.

Sin perjuicio de ese análisis, conviene poner de relieve que la sobre-regulación de los mercados alternativos encierra una paradoja que puede llegar a desnaturalizarlos, a que pierdan su justificación “ecológica” como especie diferenciada –y, por lo tanto, útil- en los mercados financieros porque no olvidemos que –tal y como señalamos en el epígrafe I de este Estudio- la propia función de estos mercados “junior” como elementos para facilitar una fuente de financiación alternativa a la bancaria para las empresas de nueva creación y reducidas dimensiones que operan en sectores innovadores de la Economía requiere que los requisitos regulatorios se suavicen respecto de los del primer mercado.

En todo caso, un somero examen de los acontecimientos acaecidos en el caso Gowex pone de manifiesto las gravísimas deficiencias en materia de gobierno corporativo que, una vez más, se revela como la clave de arco del buen funcionamiento de las empresas cotizadas en los SMN, sin

perjuicio de la flexibilización de los requisitos de acceso a estos mercados.

Anticipamos nuestra opinión –que justificamos en el epígrafe siguiente– en el sentido de que la reforma de los SMN por la Ley 5/2015 no los desnaturaliza, sino que perfila mejor su ubicación en los mercados de instrumentos financieros¹².

IV. LA REFORMA DE LA REGULACIÓN DE LOS SMN POR LA LEY 5/2015 Y SU REFLEJO EN EL TRLMV.

A. OBJETIVOS GENERALES.

La Ley 5/2015, en su Título IV, dedicado a las *“mejoras en el acceso y funcionamiento de los mercados de capitales”* incluye un art.43 dedicado a la *“modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”*, dentro del cual se establecen determinadas modificaciones que afectan a los SMN¹³, de las que nos ocupamos en esta ponencia. Adviértase que estas reformas se ubican dentro del objetivo general de ampliar los cauces de financiación empresarial desde la tradicional financiación bancaria hacia la financiación por el mercados de capitales o valores, objetivo general anticipado por la Ley 22/2014¹⁴ y predominante en la Ley 5/2015.

En concreto, aquellas modificaciones han procurado lograr las dos finalidades complementarias siguientes:

- a) Favorecer la permeabilidad entre los sistemas de negociación de valores modificar el tránsito desde la negociación en los SMN (de

¹² Ver la entrada de nuestro blog de 28.09.2015 titulada “Hablando en Harvard de un fraude financiero “typical spanish”: Misterios del escándalo Gowex”.

¹³ Ver Sánchez-Calero Guilarte, J., “la reforma del Mercado Alternativo Bursátil”, en la obra colectiva “Hacia un nuevo sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes” dirigida por la profesora Carmen Alonso Ledesma, coordinada por las profesoras Isabel Fernandez Torres, M^a. Sagrario Navarro Lérida y Reyes Palá Laguna, Valencia 2016, pág.381 y ss.

¹⁴ Ver nuestro estudio sobre “La reforma de la regulación de la inversión colectiva mediante la Ley 22/2014 y el Real Decreto 83/2015”, RDMV nº 16 (2015).

menor potencia financiadora) a la negociación en los MSO (de mayor potencia financiadora) mediante el expediente técnico de reformar el art.32 de la LMV que, finalmente, se ha reflejado en el art.77 del TRLMV que establece las *“especialidades en la admisión a la negociación en un mercado secundario oficial desde un sistema multilateral de negociación”*.

Hay que tener en cuenta que esta primera finalidad se articula de dos formas:

- a.1) Facilitar el tránsito desde los SMN a los MSO mediante una moratoria al cumplimiento de algunos deberes informativos que se concede a las entidades que pasen de uno a otro mercado.
- a.2) Obligar a que los emisores de valores que se negocien en un SMN, cuando alcancen determinada dimensión, soliciten la admisión a negociación en un MSO.
- b) Prevenir conductas lesivas por los emisores que negocian sus valores en los SMN, incrementado los deberes de conducta de los emisores, los miembros, los demás participantes y las sociedades rectoras de los SMN, mediante el expediente técnico de reformar el art.120 de la LMV que, finalmente, se ha reflejado en el art.320 del TRLMV.

B. REFORMAS DE LA LMV PARA ALCANZAR EL PRIMER OBJETIVO DE FACILITAR EL TRÁNSITO DESDE LA NEGOCIACIÓN EN LOS SMN A LOS MSO.

1. La moratoria en la exigencia de algunas obligaciones de información a los emisores cuyas acciones pasen de negociarse en un SMN a un MSO.

Según hemos indicado anteriormente, la primera medida en la que se concreta el primero de los objetivos de la Ley 5/2015 referidos a los SMN es la de facilitar el tránsito desde los SMN a los MSO mediante una moratoria al cumplimiento de algunos deberes informativos que se concede a las entidades que pasen de uno a otro mercado

Y este objetivo se refleja, hoy, en el art.77 del TRLMV que -en sus apartados 2 y 3- trata de la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales de valores desde un SMN de tal modo que este acceso a negociación puede hacerse de dos maneras:

- a) Acceso directo que se basa en un principio funcional del doble escalón conforme al cual será la CNMV la que realice la verificación previa del cumplimiento de los requisitos exigibles conforme al procedimiento reglamentariamente establecido. Tras ese primer escalón, el organismo rector del MSOV correspondiente resolverá sobre la solicitud del emisor para que sean admitidos sus valores emitidos en dicho MSOV. En el caso particular de las BBVV, la verificación de la CNMV será única y válida para todas ellas (art. 76 TRLMV).
- b) Acceso indirecto a la negociación en un mercado secundario oficial desde un sistema multilateral de negociación, que está sometido a determinadas especialidades consistentes en la moratoria de un periodo máximo de 2 años en el cumplimiento de algunas obligaciones informativas de la que gozan las entidades cuyas acciones pasen de ser negociadas en un sistema multilateral de negociación a serlo en un mercado secundario oficial. Así, estas entidades nómadas, durante un periodo transitorio máximo de 2 años, no estarán obligadas a cumplir con las obligaciones de publicación y difusión del segundo informe financiero semestral (art.119.2 TRLMV) ni de la declaración intermedia de gestión (art.120 TRLMV).

El alcance de esta moratoria dependerá, en parte, de la voluntad del emisor nómada en cuanto a su extensión objetiva y temporal y su aplicación comporta una carga para los emisores nómadas que consiste en especificar -en el folleto de admisión a negociación en el mercado secundario oficial y con el carácter de información necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación de la inversión en los

valores respectivos- la intención de acogerse total o parcialmente a la misma, determinando su duración (art.77.2 TRLMV).

2. La obligación de solicitar la admisión a negociación de sus acciones en un MSO por parte de los emisores cuyas acciones se negocien en un SMN cuando alcancen ciertas dimensiones.

Según antes dijimos, la segunda medida en la que se concreta el primero de los objetivos de la Ley 5/2015 referidos a los SMN consiste en obligar a que los emisores de valores que se negocien en un SMN, cuando alcancen determinada dimensión, soliciten la admisión a negociación en un MSO (art.77.3 LMV).

Porque no se quiere que, en los SMN, permanezcan varados emisores de un tamaño desproporcionado ya que ello contradice tanto la función de estos SMN, que se orientan a emisores de tamaño reducido o mediano; como los deberes que los regímenes de tales SMN imponen a los emisores que cotizan en ellos. Y, en definitiva, esta desproporción entre el tamaño del emisor cotizado y las reglas de juego del SMN puede derivar en riesgos para los inversores por la inadecuación implícita.

El supuesto de hecho de esta obligación de migrar está integrado por dos elementos: cuantitativo y temporal, ya que se aplicará a las entidades cuyas acciones estén siendo negociadas exclusivamente en un SMN en las que la capitalización de aquellas acciones supere los 500 millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses.

La consecuencia jurídica será que la entidad emisora deberá solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado en el plazo de nueve meses. Este deber viene matizado de tres maneras:

- a) Primero, por el control de la entidad rectora del SMN que deberá velar por su cumplimiento.
- b) Segundo, por la posible exención aplicada por la CNMV a las sociedades de naturaleza estrictamente financiera o de inversión,

como las reguladas por la LIIC, la Ley 22/2014 o la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las SOCIMI. Los requisitos para aplicar dicha exención se han establecido por la Circular 1/2016, de 16 de marzo, de la CNMV, por la que se establecen los requisitos para eximir a determinadas sociedades emisoras de acciones exclusivamente negociadas en un sistema multilateral de negociación de solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado¹⁵.

- c) Tercero, por la liberación a la emisora nómada del deber de llevar a cabo medidas que tengan por objeto evitar una pérdida de los accionistas en términos de liquidez de los valores (art.77.4 TRLMV).

C. REFORMAS DE LA LMV PARA ALCANZAR EL SEGUNDO OBJETIVO DE GARANTIZAR LA CONDUCTA ADECUADA DE LOS SUJETOS QUE OPERAN EN LOS SMN.

La segunda finalidad de la reforma de los SMN por la Ley 5/2015 es fruto de algún “trauma infantil” o “crisis de crecimiento” del más importante de estos SMN, que es el MAB (el escándalo GOWEX) que mostró los riesgos de un control insuficiente sobre las entidades que cotizan en él.

De tal modo que se ha buscado prevenir conductas lesivas por los emisores que negocian sus valores en los SMN, incrementado los deberes de conducta de tales emisores, los miembros, los demás participantes y las sociedades rectoras de los SMN, mediante el expediente técnico de reformar el Capítulo I del Título X de la LMV, dedicado a regular los SMN, al que nos hemos referido en el primer epígrafe de este estudio. Y las modificaciones se han concretado, básicamente, en ampliar el contenido informativo del reglamento de funcionamiento del SMN e imponer nuevos deberes a los distintos sujetos implicados en aquellos SMN, lo que se tradujo, naturalmente, en tipificar nuevas infracciones de aquellos deberes.

¹⁵ BOE, núm.83, de 6 de abril de 2016.

1. La ampliación del contenido mínimo informativo del reglamento de funcionamiento del SMN.

Esta ampliación ha afectado a los distintos elementos de la estructura de estos SMN de modo tal que afecta a:

- a) Los objetos, porque se amplía la información pública que deberá estar disponible respecto a los valores admitidos a negociación, para que los inversores puedan fundamentar sus decisiones, de modo tal que esta información deberá incluir, en su caso, una descripción del tipo y naturaleza de las actividades empresariales de la entidad emisora y su alcance deberá tener presente la naturaleza de los valores y la de los inversores cuyas órdenes puedan ejecutarse en el SMN (art.320.2.i).b TRLMV).
- b) Los sujetos, porque no solo deberán constar los tipos de miembros sino también sus derechos y obligaciones (art.320.2.i).c TRLMV); así como los derechos y obligaciones de los emisores y de cualesquiera otros participantes en el sistema multilateral de negociación, entre los que se incluirá, en su caso, un asesor registrado, designado por el emisor de tal modo que el reglamento determinará el marco general de relación de estos asesores con los emisores así como el ámbito y alcance de las funciones a realizar y sus obligaciones (art.320.2.i).e TRLMV).

2. Los nuevos deberes que se imponen a los sujetos que participan en los SMN.

2.1. Nuevos deberes de los emisores de valores negociados en los SMN.

Para potenciar la transparencia de los emisores que cotizan en los SMN. En este apartado podemos incluir las nuevas letras f) y g) del artículo 320.2.ii) del TRLMV sobre las “obligaciones y medios, en su caso, para procurar la liquidez de la contratación” y el “procedimiento a seguir,

según el caso, para la exclusión de negociación de los valores, especificando las obligaciones de la entidad emisora”.

Tiene una especial importancia la referencia del apartado 2 del art.323 del TRLMV a que “la responsabilidad por la elaboración de la información a publicar relativa a los emisores de los instrumentos negociados corresponderá, al menos, a su entidad emisora y a sus administradores. Estos serán responsables por los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores como resultado de que dicha información no presente una imagen fiel del emisor”.

Estos nuevos deberes de transparencia que se imponen a los emisores en estos SMN y, en especial, las responsabilidades de sus gestores por la elaboración de la información que deben proporcionar a los mercados nos ponen sobre la pista del “nudo gordiano” del nuevo estatuto de las empresas que cotizan en estos SMN, que no es otro que su sistema de gobierno corporativo¹⁶ que debe ser reforzado, sin perjuicio de la flexibilidad de sus requisitos de cotización.

2.2. Nuevos deberes de los demás participantes en los SMN.

En especial, de los asesores registrados¹⁷, ya que hemos visto cómo el asesor registrado, designado por el emisor, deberá velar porque los emisores cumplan correctamente, tanto desde la perspectiva formal como sustantiva, con sus obligaciones de información frente a la sociedad rectora y frente a los inversores (art.320.2.i).e TRLMV).

2.3. Nuevos deberes de las entidades rectoras de los SMN.

En la prevención de nuevos escándalos en los SMN tienen un papel esencial sus entidades rectoras y, por ello, la reforma que introdujo la

¹⁶ Ver por todos el exhaustivo análisis que hace IBAÑEZ Jimenez, J., “El gobierno corporativo de las empresas del Mercado Alternativo Bursátil”, en la RDBB nº.139, 2015, pág.181 y ss.

¹⁷ Figura semejante a los Nominated Advisors (Nomads) en el AIM de Londres.

Ley 5/2015 en la LMV y que consolida el TRLMV se tradujo en imponer los siguientes deberes a las mismas:

- a) Deberes de supervisión y disciplina porque la nueva redacción que se dio al art.120.3.iv) de la LMV y que se ha consolidado como art.320.2.iv) del TRLMV establece referencias a la “supervisión y disciplina de mercado” por la entidad rectora y a sus deberes de poner en conocimiento de la CNMV aquellas incidencias o conductas de sus miembros que puedan constituir infracción del TRLMV o sus normas de desarrollo o incumplimiento de las reglas contenidas en el reglamento del SMN. En materia supervisora, el nuevo apartado 4 añadido al art.120 de la LMV –consolidado como art.321 del TRLMV- les obliga a remitir –dentro del plazo del mes siguiente- información trimestral sobre las prácticas y actuaciones que, de acuerdo con lo previsto en su reglamento interno, desarrollen en materia de supervisión del SMN. En materia –eventualmente- sancionadora, la nueva redacción del apartado 2 del art.122 de la LMV –consolidada en el art.324.2 del TRLMV- obliga a las entidades rectoras de los SMN a comunicar a la CNMV todo incumplimiento significativo de sus normas o toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado; así como cualquier posible incumplimiento de la normativa aplicable a los emisores, que hayan detectado sobre la base de la información que hayan recabado de aquellos.
- b) Deberes de información al mercado, porque la nueva redacción del art.121.2 de la LMV –consolidada en el art.323.1 del TRLMV- obliga a las entidades rectoras de los SMN a proporcionar, o en su caso, asegurarse de que existe información públicamente disponible que permita que los usuarios puedan formarse una opinión sobre los instrumentos negociados, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios como los tipos de instrumentos negociados en el SMN.

3. Las nuevas infracciones por el incumplimiento de los nuevos deberes que se imponen a los sujetos que participan en los SMN.

Serán sujetos potencialmente responsables los miembros de los sistemas multilaterales de negociación, los emisores de instrumentos financieros admitidos a negociación en estos sistemas, los asesores registrados y cualquier otra entidad participante en aquellos.

En cuanto a las infracciones, para comprender el completo sistema sancionador vigente en los SMN, hay que diferenciar dos momentos:

- a) El primer momento fue el de la reforma de los arts.99 y 100 de la LMV por parte del art.43 de la Ley 5/2015 que, en sus apartados 6 y 7, respectivamente, modificó ambos preceptos, para reflejar las consecuencias sancionadoras de las modificaciones que introducían en el régimen de los SMN los siguientes apartado 8 a 13 de aquel mismo art.43. De tal manera que el tipo básico de infracción quedo establecido en *“el incumplimiento (...) de las normas previstas en el título XI de esta Ley, sus disposiciones de desarrollo o en sus reglamentos de funcionamiento”*. Para diversificarse seguidamente en los dos subtipos de infracciones siguientes: a.1) Como infracción muy grave *“cuando dicho incumplimiento fuera relevante por haber puesto en grave riesgo la transparencia e integridad del mercado, o por haber causado un daño patrimonial a una pluralidad de inversores”* (nuevo apartado c) quinquies del art. 99 de la LMV). a.2) Como infracción grave *“cuando dicho incumplimiento no tuviera la consideración de infracción muy grave conforme al artículo anterior”* (nuevo apartado a) ter del art. 100 de la LMV).
- b) El segundo momento ha sido el de la refundición de las sanciones por parte del TRLMV de modo tal que hay que rastrear los dos niveles de infracciones muy graves y graves y, dentro de ellos, sus diferentes categorías, para localizar las infracciones típicas de los SMN de tal modo que:

b.1) Dentro de las infracciones muy graves relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores, encontramos los siguientes tipos que afectan a los SMN o a sus miembros: *“el incumplimiento, por parte de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los miembros de los sistemas multilaterales de negociación, de las obligaciones a que se refieren el artículo 93.1 y el artículo 328.4 respectivamente o su inadecuada coordinación con las entidades de contrapartida central y sus miembros, cuando tales conductas no tengan un carácter meramente ocasional o aislado”* (art.281.2); *“el incumplimiento por parte de los mercados secundarios oficiales, de los sistemas multilaterales de negociación, de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores así como de sus respectivos miembros y entidades participantes, de las obligaciones establecidas en el artículo 116.1, cuando no se trate de un incumplimiento meramente ocasional o aislado o cuando afecte gravemente al funcionamiento del sistema de información al que se refiere dicho artículo”* (art.281.5); *“la infracción de la prohibición establecida en el artículo 15.4 por parte de los miembros de los mercados secundarios oficiales, de los sistemas multilaterales de negociación y de las entidades encargadas de los registros contables, así como la llevanza, por parte de estas últimas, de los registros contables correspondientes a valores representados mediante anotaciones en cuenta con retraso, inexactitud u otra irregularidad sustancial”* (art.281.6) y *“el incumplimiento por parte de las entidades participantes en los sistemas gestionados por depositarios centrales de valores o en otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios oficiales o de los sistemas multilaterales de negociación de las normas que regulen sus relaciones con los correspondientes registros contables de carácter central”*(art.281.7).

b.2) Dentro de las infracciones graves relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores, encontramos los siguientes tipos que afectan a los SMN o a sus miembros los siguientes tipos de infracciones: *“el incumplimiento por parte de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los miembros de los sistemas multilaterales de negociación, de las obligaciones a que se refieren los artículos 93 y 328.4 respectivamente o su inadecuada coordinación con las entidades de contrapartida central y sus miembros, cuando tales conductas tengan un carácter meramente ocasional o aislado”* (art.294.3) y *“el incumplimiento por parte de los mercados secundarios oficiales, de los sistemas multilaterales de negociación, de las entidades de contrapartida central, de sus respectivos miembros y de las entidades participantes de los depositarios centrales de valores, de las obligaciones establecidas en el artículo 116.1, cuando no se trate de una infracción muy grave”* (art.294.4).

En cuanto a las sanciones, habrá que acudir a las reglas generales establecidas para las sanciones por infracciones muy graves y graves, en los arts.302 y 303, respectivamente, del TRLMV.

V. CONCLUSIONES.

- 1.^a Los mercados alternativos de valores o segundos mercados se caracterizan –frente a los mercados regulados o primeros mercados– porque en ellos se negocian acciones emitidas por sociedades que suelen tener una existencia relativamente corta (de ahí su calificativo de mercados “junior”), con un volumen de capitalización limitado y una actividad propia de sectores innovadores de la economía, tales como las telecomunicaciones, la biotecnología, etc. que buscan reducir su dependencia excesiva de la financiación bancaria.
- 2.^a En el mercado financiero español, el estímulo de los mercados alternativos de valores forma parte de las tendencias más recientes de política legislativa en materia financiera que pretende –como lo

demuestra la Ley 5/2015- reequilibrar las fuentes de financiación reduciendo la dependencia excesiva de la financiación bancaria.

- 3.^a La propia finalidad de los mercados alternativos de valores y la idiosincrasia de las empresas que en ellos cotizan exige que estén sujetos a regulaciones más flexibles que las de los primeros mercados regulados, particularmente en cuanto a las obligaciones de información, al objeto de reducir los costes de los emisores.
- 4.^a La consecuencia directa de los menores requisitos de información en estos mercados alternativos de valores consiste en la generación de un riesgo sistémico mayor de pérdida para los inversores que acuden a dichos mercados, por lo que el acceso a los mismos suele quedar limitado a los inversores institucionales o profesionales, quienes tienen una mayor capacidad de autotutela informativa.
- 5.^a En el Derecho comunitario, tanto la Directiva 2004/39/CE (MIFID I) como la Directiva 2014/65/UE (MIFID II) definen los sistemas multilaterales de negociación como todo sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, conforme a las condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión establecidas en su Título II.
- 6.^a En el Derecho español, la regulación general de los SMN se establece por la LMV en el Capítulo I de su Título XI que fue añadido por la Ley 47/2007 incorporando la Directiva MIFID I, para fomentar la competencia entre las diferentes formas de ejecución de las operaciones con instrumentos financieros. Los SMN se definen como “todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras,

que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por 100 por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto” en la LMV (art.118).

- 7.^a En España operan como SMN el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) dentro de Bolsas y Mercados Españoles (BME).
- 8.^a El escándalo de Gowex de julio de 2014 puede resumirse como la falsificación contable de un modelo de negocio fantasioso.
- 9.^a El primer objetivo de la reforma de los SMN por la Ley 5/2015 consistió en potenciar la permeabilidad con los mercados secundarios oficiales para, por una parte, favorecer que las empresas que cotizan en los SMN puedan mejorar su financiación; y, por otra parte, para obligar que dichas empresas pasen a cotizar en los mercados secundarios oficiales cuando alcancen dimensiones inadecuadas para seguir cotizando exclusivamente en los SMN.
- 10.^a El segundo objetivo de la reforma de los SMN por la Ley 5/2015 consistió en prevenir los abusos imponiendo a los emisores nuevos deberes de transparencia, a los organismos rectores nuevas obligaciones de vigilancia del mercado y comunicación a la CNMV y a los asesores registrados nuevos deberes de verificación y control.